



## Resumo

A presente análise tem como foco a possibilidade de cobrança de compensação a ser paga pela companhia emissora de debêntures pela renúncia por debenturistas (usualmente referida como *waiver fee*) a direito de obstar o resgate antecipado facultativo de debêntures com garantia hipotecária e/ou pignoratícia, inclusive das chamadas “debêntures de infraestrutura”, não previsto na respectiva escritura de emissão. Considerando o disposto no artigo 7º do Decreto 22.626/1933, conhecido como Lei de Usura, discorre-se sobre a natureza jurídica das debêntures e o artigo 55 da Lei das Sociedades Anônimas com relação ao resgate antecipado voluntário, abordando, ainda, a legislação e regulamentação específicas acerca das debêntures de infraestrutura. Do confronto dos referidos dispositivos, conclui-se pela inaplicabilidade do disposto no artigo 7º da Lei de Usura às debêntures.

**Palavras-chave:** Debêntures. Usura. Resgate antecipado voluntário.

## Abstract

*The current analysis focuses on the possibility of charging waiver fees to be paid by the issuer of debentures in the event of an early voluntary redemption of debentures secured by mortgaged and/or pledged collateral, including of the so-called infrastructure debentures, not provided for in the respective indenture. Considering the provisions of article 7 of Decree N. 22,626/1933, known as the Brazilian Usury Law, the legal concept of debentures and the provisions of article 55 of the Brazilian Corporate Law governing early voluntary redemptions are reviewed, as well as specific legislation and regulation with respect to infrastructure debentures. The confrontation of those provisions leads to the conclusion that article 7 of Usury Law does not apply to debentures.*

**Keywords:** Debentures. Usury. Voluntary early redemption.

## Introdução

Analisa-se neste artigo a possibilidade de cobrança de compensação a ser paga pela companhia emissora de debêntures pela renúncia pelos debenturistas (usualmente referida como *waiver fee*) ao direito de obstar o resgate antecipado facultativo de debêntures com garantia hipotecária e/ou pignoratícia, inclusive com relação às chamadas debêntures de infraestrutura, não previsto na respectiva escritura de emissão. A presente análise parte de considerações iniciais sobre a Lei de Usura e a vasta jurisprudência que se formou quanto a aspectos polêmicos decorrentes de sua aplicação para, na sequência, examinar o regime jurídico específico que rege as debêntures e suas repercussões sobre a matéria em questão.

## A Lei de Usura

O Decreto 22.626, de 7 de abril de 1933, baixado pelo Governo Provisório que se seguiu à Revolução de 1930, adquiriu força de lei com o advento da Constituição da República de 1934 (art. 117, p.u.) (PROCÓPIO FILHO, 1955, p. 114) tornando-se conhecido como Lei de Usura. Conforme destacado em sua ementa, “dispõe sobre os juros nos contratos e dá outras providências”.

Embora a ementa mencione “contratos”, não se pode dizer que o Decreto 22.626/1933 tenha sido uniforme quanto à nomenclatura adotada em todos os seus artigos, referindo-se ora a “contratos” (arts. 1º, 3º e 11), “operações” (art. 6º), “dívida” (arts. 7º, 9º e 10), “empréstimo” (art. 8º, p.u.), “negócios” (art. 12) e “título ou instrumento” (art. 13). A abrangência de seu conteúdo parece indicar que, ao utilizar tais termos, a Lei de Usura não pretendeu se restringir a operações de

crédito específicas. Ao contrário, pelo conjunto das disposições, observa-se que a Lei de Usura, com viés protetivo para os devedores e em prol da chamada “economia popular”,<sup>1</sup> procurou tratar de relações de crédito em sua generalidade, amparadas em contratos, títulos de crédito ou outros instrumentos.

Fato é que, sem fazer distinções quanto a operações ou contratos celebrados dentro ou fora do mercado de crédito bancário, o Decreto 22.626/1933, entre outras providências, limitou as taxas de juros “ao dobro da taxa legal”<sup>2</sup> (art. 1º), vedou a capitalização de juros, também denominada anatocismo (art. 4º), em periodicidade inferior à anual e atribuiu ao devedor de dívidas hipotecárias ou pignoratícias a faculdade de liquidá-las ou amortizá-las antes do vencimento, sem incidência de multa ou encargo de qualquer natureza, nos termos do art. 7º, *in verbis*:

Art. 7º. O devedor poderá sempre liquidar ou amortizar a dívida quando hipotecária ou pignoratícia antes do vencimento, sem sofrer imposição de multa, gravame ou encargo de qualquer natureza por motivo dessa antecipação.

§ 1º. O credor poderá exigir que a amortização não seja inferior a 25% do valor inicial da dívida.

§ 2º. Em caso de amortização os juros só serão devidos sobre o saldo devedor.

---

1 Considerando do Decreto 22.626/1933 revela propósito de “regular, impedir e reprimir todos os excessos praticados pela usura” e proteger o “interesse superior da economia do país” de que o capital não tivesse “remuneração exagerada impedindo o desenvolvimento das classes produtoras”.

2 Arts. 1.062 a 1.064 (revogados) do Código Civil de 1916; art. 192, § 3º (já revogado), da Constituição Federal de 1988; arts. 406 e 591 do Código Civil (Lei 10.406, de 10.1.2002 – Novo Código Civil – NCC).

Marcello Ulysses Rodrigues, ao comentar o disposto no art. 7º antes transcrito, destaca que este ampara apenas os devedores hipotecários e pignoratícios, manifesta-se pela aplicação até mesmo quanto aos títulos cambiais (isto é, títulos de crédito) e explicita a preocupação que ensejou a norma, qual seja, a de que a não redução proporcional dos juros em pré-pagamento e/ou incidência de multas ou quaisquer encargos na referida hipótese pudessem resultar em prática usurária:

4 – Pena é que se crie o dispositivo para amparar apenas os devedores hipotecários e pignoratícios, ficando todos os demais créditos sujeitos a multa, gravame ou encargo, nos casos de antecipação de pagamento, embora os juros pagos com antecedência produzam, no caso, taxa superior à legal. [...]

O direito consignado no artigo da nossa lei beneficia todas as espécies de empréstimos, seja qual fôr a forma de seu ajuste, ainda mesmo por meio de cambial, bastante apenas que êle seja garantido por hipoteca ou penhor. O benefício foi concedido a todos os créditos, desde que tenham essas garantias (RODRIGUES, 1941, p. 107).

Quando editado o Decreto 22.626/1933, Dilermando Cruz, ao comentar o disposto no art. 7º, também reconheceu que seu âmbito de aplicação é mais restrito do que o de outros artigos (uma vez que só é aplicável a dívidas hipotecárias e pignoratícias) e reputou que “o artigo acima e seus paragraphos, embora nada innovem, contém disposições tão claras que não há necessidade de interpreta-las” (CRUZ, 1933, p. 29). Com efeito, até hoje, verifica-se que a doutrina é praticamente silente quanto ao art. 7º. Não há tampouco precedentes judiciais a revelar discussões acerca do referido artigo.

Já no que tange a polêmicas decorrentes de outras disposições da Lei de Usura, como o art. 1º (limitação de juros) e o art. 4º (vedação ao anatocismo), há doutrina e jurisprudência abundantes, cabendo destacar expressivo embate quanto à aplicação do limite de juros às operações realizadas com instituições financeiras e outras equiparadas para tais fins.<sup>3</sup>

Depois de décadas de muita discussão, consolidou-se na jurisprudência o entendimento de que tal limitação de juros não se aplicava às instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Nesse sentido, dispõe a Súmula 596 do Supremo Tribunal Federal (STF), *in verbis*:

As disposições do Decreto nº 22.626/33 não se aplicam às taxas de juros e aos outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições públicas ou privadas que integram o sistema financeiro nacional.<sup>4</sup>

Anteriormente, o STF já havia sumulado entendimento a respeito de outro dispositivo polêmico da Lei de Usura – o art. 4º–, que estabeleceu a proibição de “contagem de juros sobre juros” em período inferior ao anual, tendo o STF reforçado ser “vedada a capitalização de juros, ainda que expressamente convencionada” (BRASIL, 1964).<sup>5</sup>

---

3 Sujeitas aos normativos do Conselho Monetário Nacional (CMN), cuja competência tem amparo no art. 4º da Lei 4.595, de 31.12.1964, para, *inter alia*, “disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas”, bem como “limitar [...] as taxas de juros, descontos, comissões e qualquer outra forma de remuneração de operações e serviços bancários ou financeiros [...]”.

4 Aprovada em Sessão Plenária do STF em 15.12.1976.

5 Aprovada em Sessão Plenária do STF em 13.12.1963.

Com a consolidação da jurisprudência no sentido expresso na Súmula 596 do STF (BRASIL, 1977), muitas instituições financeiras passaram a entender que a vedação à capitalização de juros não as atingia, assumindo que toda a Lei de Usura não se aplicava às instituições financeiras.<sup>6</sup> No entanto, o que a jurisprudência havia firmado não tinha essa amplitude. Não era toda a Lei de Usura que não se aplicava, mas sim apenas as disposições sobre limitação de taxas de juros. Ou seja, conforme decidiram os tribunais, as instituições financeiras estavam, sim, sujeitas à proibição de capitalização de juros.

Formou-se então jurisprudência torrencial e pacífica no STJ a vedar o anatocismo em periodicidade inferior à anual, mesmo em se tratando de instituições financeiras (DOMINGUES, 2011), ressalvada apenas a capitalização de juros expressamente autorizada em normas especiais e na periodicidade nelas admitida, como quanto aos títulos de créditos rurais (art. 5º do Decreto-Lei 167, de 14.2.1967), industriais (arts. 14 e 16 do Decreto-Lei 413, de 9.1.1969) e comerciais (art. 5º da Lei 6.840, de 3.11.1980).<sup>7</sup> Assim, foi editada a Súmula 93 do STJ: “A legislação sobre cédulas de crédito rural, comercial e industrial admite o pacto de capitalização de juros” (BRASIL, 1993).<sup>8</sup>

---

6 Quanto às operações realizadas no âmbito do SFN, houve polêmica também acerca da necessidade de regulamentação, por lei complementar, do § 3º, do art. 192, da CF/88, que previa a limitação das taxas de juros a 12% ao ano, mas foi revogado pela Emenda Constitucional 40, de 29.5.2003, v. Súmula Vinculante nº 7 do STF, aprovada na Sessão Plenária de 11.6.2008.

7 Depois surgiram outras normas especiais a autorizar a capitalização em qualquer periodicidade, como nas cédulas de crédito bancário (art. 28, § 1º, da Lei 10.931, de 2.8.2004).

8 STJ, 2ª Seção, súmula aprovada em 27.10.1993. v. julgamentos posteriores, em procedimento previsto para os recursos repetitivos: REsp 1.333.977/MT, Rel. Min. Maria Isabel Gallotti, 2ª Seção, j. 26.02.2014; e REsp 973.827/RS, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, 2ª Seção, j. 08.08.2012.

Esse cenário foi modificado por meio de alteração legislativa que expressamente passou a admitir a capitalização de juros em periodicidade inferior a um ano nas operações realizadas pelas instituições integrantes do SFN, nos termos do art. 5º, *caput*, da Medida Provisória 2.170-36, de 23.8.2001 (em vigor, cf. art. 2º da Emenda Constitucional 32, de 11.9.2001), o que se refletiu também na jurisprudência posterior.

Em 2015, o Plenário do STF decidiu, por unanimidade,<sup>9</sup> pela constitucionalidade do referido art. 5º da MP nº 2.170-36/2001, tendo reiterado, quanto ao mérito, que “não estaria em discussão o teor da medida provisória, cuja higidez material estaria de acordo com a jurisprudência do STF, segundo a qual, nas operações do Sistema Financeiro Nacional, não se aplicariam as limitações da Lei da Usura”.<sup>10</sup> Essa decisão, entretanto, abordou as limitações relativas à capitalização de juros (quanto ao quê, vem se consolidando de lá pra cá, na jurisprudência, o entendimento de ser permitida desde que expressamente prevista, como refletido em decisão recente do STJ);<sup>11</sup> e não a todas as disposições da Lei de Usura.

Destaque-se manifestação doutrinária com entendimento expresso de que o referido art. 7º “é aplicável aos mútuos realizados por instituições financeiras, visto que a aplicação da Lei de Usura é afastada somente naquilo que diga respeito ao estabelecimento de taxa de juros e da sua capitalização” (SALOMÃO NETO, 2005, p. 197).

9 Recurso Extraordinário 592.377/RS, Relator originário Min. Marco Aurélio Mello, redator do Ac. Min. Teori Zavascki, Tribunal Pleno, j. 4.2.2015, DJe de 20.3.2015, com repercussão geral.

10 Ainda pendente de julgamento pelo STF, a Ação Direta de Inconstitucionalidade 2.316, relativa ao referido art. 5, *caput* e § único (Relator Min. Celso de Mello).

11 STJ, 2ª Seção, REsp 1.388.972/SC, Rel. Min. Marco Buzzi, recurso repetitivo, j. 8.2.2017.



Mencione-se, ainda, que o art. 13 da Lei de Usura tipificou o delito de usura como “toda a simulação ou prática tendente a ocultar a verdadeira taxa de juro ou a fraudar os dispositivos desta lei, para o fim de sujeitar o devedor a maiores prestações ou encargos, além dos estabelecidos no respectivo título ou instrumento”. Entretanto, tal artigo foi implicitamente revogado pelo art. 4º do Decreto-Lei 869, de 18.11.1938 (RODRIGUES, *op. cit.*, p. 171), que trouxe nova tipificação do crime de usura, hoje constante do art. 4º da Lei 1.521, de 26.12.1951 (Lei dos Crimes contra a Economia Popular).<sup>12</sup>

De resto, verifica-se, à luz da jurisprudência sobre a Lei de Usura, ainda que não tratando especificamente do art. 7º, que:

- afora a limitação da taxa de juros e da periodicidade de capitalização de juros, não se deve inferir, de antemão, que todas as demais disposições da Lei de Usura não se apliquem às instituições integrantes do SFN; e
- em razão da generalidade do disposto na Lei de Usura, já se admitiu sua inaplicabilidade na hipótese de existência de legislação especial a dispor de modo diverso, como foi o caso dos títulos de crédito cuja legislação de regência autoriza a capitalização em periodicidade inferior à anual.

Esses são aspectos relevantes aos quais voltaremos após análise sobre a natureza jurídica das debêntures e as disposições especiais que regem sua amortização e resgate antecipados.

---

12 “Art. 4º. Constitui crime da mesma natureza a usura pecuniária ou real, assim se considerando: a) cobrar juros, comissões ou descontos percentuais, sobre dívidas em dinheiro superiores à taxa permitida por lei; [...]; b) obter, ou estipular, em qualquer contrato, abusando da premente necessidade, inexperiência ou leviandade de outra parte, lucro patrimonial que exceda o quinto do valor corrente ou justo da prestação feita ou prometida.”

## As debêntures

Consoante a legislação brasileira, as companhias podem emitir debêntures que conferirão a seus titulares direito de crédito contra a emissora nas condições constantes da escritura de emissão (art. 52 da Lei 6.404, de 15.12.1976 – Lei das S.A. ou simplesmente LSA). As debêntures são, ainda, valores mobiliários, como dispõe o art. 2º da Lei 6.385, de 7.12.1976.

A própria denominação reforça o fato de que as debêntures representam dívida da emissora. Waldemar Martins Ferreira historia:

Veio a palavra peregrina *debenture* da prática financeira inglesa. Mas é, indisfarçavelmente, de procedência latina. Tem suas raízes no verbo latino *debeo*, (...) dever, *to owe*. É documento comprobatório de dívida de companhia (FERREIRA, 1944, p. 23).

Tal dívida é fracionada em um conjunto de títulos autônomos (cada debênture), emitidos em séries, representando, em sua totalidade, uma unidade jurídica vinculada pela comunhão de interesses de seus titulares (os debenturistas), também prevista em sua legislação especial de regência.

No Brasil, a emissão de debêntures foi tradicionalmente conceituada como uma operação de mútuo, entendendo-se que as debêntures representariam “parcelas de um mútuo”, em que a emissora seria a “mutuária” e os debenturistas os “mutuantes”.<sup>13</sup> Ainda hoje, grande

---

13 Para Coelho (2005, p. 140), a conceituação das debêntures como títulos representativos de um mútuo é “do ponto de vista didático, extremamente útil” e “ressalvado o caso das debêntures perpétuas [...], estabelece os contornos básicos do instituto de forma correta”, pois “os titulares das debêntures postam-se, perante a companhia emissora, do mesmo modo que o mutuante diante do mutuário, e vice-versa”.

parte da doutrina vê nas debêntures uma “modalidade especial de mútuo” (AMARAL, 2014, p. 46).<sup>14</sup>

Os doutrinadores também reconhecem nas debêntures:

- declaração unilateral de vontade da emissora (posição unânime na doutrina),<sup>15</sup> ainda que, enquanto não subscritas, as debêntures mantenham eficácia contida (uma vez colocadas, configura-se uma relação bilateral entre a emissora e os titulares das debêntures em circulação);
- título de crédito,<sup>16</sup> havendo certa divergência apenas quanto à caracterização como título causal ou abstrato (TAKATA, 2009) e entendendo alguns que seriam títulos de crédito impróprios ou imperfeitos, por não estarem presentes todos os requisitos necessários (CARVALHOSA, 2013); e
- valor mobiliário, passível de colocação privada ou oferta pública, bem como de negociação no chamado “mercado de capitais” ou “de valores mobiliários”, sujeito a regramento específico e fiscalização pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

---

<sup>14</sup> Sua origem ajuda a explicar: surgiram com a Lei 1.083, de 22.8.1860, como “obrigações ao portador”, depois regidas pela Lei 3.150, de 4.11.1882, a tratar de “empréstimos de dinheiro por meio de emissão de obrigações ao portador”. No Decreto do Poder Legislativo 177-A, de 15.9.1893, “debentures” são sinônimo de “obrigações ao portador” ou “títulos de obrigação”.

<sup>15</sup> Mesmo os que atribuem às debêntures natureza de “contrato de mútuo” reconhecem na escritura uma declaração unilateral de vontade da emissora, enquanto o boletim de subscrição traduziria a vontade dos credores em contratar/aderir à escritura (CASTRO, 2010).

<sup>16</sup> Segundo o art. 784, I, do Código de Processo Civil (Lei 13.105, de 16.3.2015), tal qual a letra de câmbio, a nota promissória, a duplicata e o cheque, a debênture é título executivo extrajudicial.

Sem negar a relação creditícia que se estabelece entre o(s) debenturista(s) e a emissora, com a evolução das operações com debêntures (dentro e fora do mercado de capitais), doutrinadores passaram a reputar imprópria, na vigência da LSA, sua caracterização como mútuo. Com efeito, as debêntures representam obrigação pecuniária que independe do negócio jurídico subjacente, podendo ser (como, de fato, em geral o são) emitidas para subscrição em dinheiro (mas não obrigatoriamente) e podendo ter a mesma função de um mútuo, como bem esclarece Francisco José Pinheiro Guimarães:

As debêntures podem ser emitidas como instrumento de mútuo, quando a companhia contrata com uma ou determinadas pessoas empréstimo a ser formalizado mediante entrega de debêntures. Esse tipo de negócio é adotado quando o mutuante ou mutuantes preferem as debêntures ao contrato de mútuo a fim de terem a possibilidade de repassar ao mercado seus créditos contra a companhia emissora (GUIMARÃES, 2009, p. 586).

Isso não significa que as debêntures constituam, por natureza, um mútuo. As debêntures podem ser emitidas também em razão de outros negócios jurídicos, como exemplifica Nelson Eizirik:

Como a criação da debênture é negócio jurídico unilateral, a sua emissão pode ser motivada por negócio distinto do mútuo, tal como os de permuta e dação em pagamento. É possível que uma mesma série tenha a sua colocação motivada por negócios jurídicos distintos, como por exemplo: uma parte da série é destinada a uma efetiva captação de recursos para a sociedade, outra parte a garantir suas obrigações e, ainda, uma última parte à efetivação de doação a uma fundação de empregados.

Assim, o mútuo não é a única hipótese a dar causa a uma emissão de debêntures, que poderá originar-se, também, de operações de novação, transação, dação em pagamento, tendo por base a quitação de dívidas anteriormente assumidas pela companhia ou obrigações contratuais (EIZIRIK, 2015, p. 356).

Quanto a sua configuração como valor mobiliário, José Romeu Garcia do Amaral pontua:

[...] pode-se concluir que a debênture tem a natureza de valor mobiliário, representada por um título de dívida, emitido em série, que legitima o seu titular ao exercício dos direitos nele revelados, e que tem por função o financiamento da empresa, dispersando os credores e permitindo a sua livre negociação em mercado organizado e especializado, podendo adotar, em razão de sua tipicidade, os seguintes modelos: simples, conversível em ações ou permanentes (AMARAL, 2014, p. 61).

O fato de serem (ou não) efetivamente admitidas para negociação no mercado de valores mobiliários não lhes retira a possibilidade de vir a sê-lo (ou de que venham a ser objeto de securitização, via fundo de investimento em direitos creditórios e/ou outros veículos), desde que atendidas as condições previstas na legislação e regulamentação aplicáveis. Além disso, o fato de haver (ou não) dispersão entre diversos debenturistas também não as desconfigura como valores mobiliários, como já decidiu a própria CVM.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Voto do diretor relator Otávio Yazbek, de 25.1.2011, no Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2007/13030, decisão em reunião do colegiado da CVM 51, de 27.12.2011.

Com relação às chamadas “debêntures conversíveis”, verifica-se que, além do direito de crédito devido contra a companhia emissora, as debêntures asseguram também o direito de converter os títulos em ações (art. 57 da LSA), como descreve José Edwaldo Tavares Borba:

Essa modalidade de debênture assegura ao seu titular o direito de convertê-la em ações da sociedade emitente.

Cria-se uma opção para o debenturista: conservar a sua debênture até o vencimento ou adquirir ações da emitente mediante a conversão da debênture em ações.

Vislumbra-se, portanto, na debênture conversível, além do direito de crédito, que é inerente a qualquer debênture, um direito à aquisição de ações da emitente, cujo preço será pago com o valor da debênture, que, para esse efeito, será resgatada até mesmo antes do vencimento, isto é, na data da opção pela conversão (BORBA, 2005, p. 214).

As debêntures são então classificadas como simples, caso não possam ser convertidas em ações da emissora, ou conversíveis, se prevista a conversibilidade em ações ao término de prazo determinado ou a qualquer tempo, a depender dos termos da escritura de emissão. Nessa hipótese, configuram “títulos híbridos”<sup>18</sup> e não apenas representativos de crédito (SANTOS, 2012).

De todo modo, os debenturistas são credores da companhia tanto no caso das debêntures conversíveis (até que ocorra a conversão) quan-

---

<sup>18</sup> Em termos gerais, títulos híbridos são compostos pela combinação de dois ou mais instrumentos financeiros, usualmente incluindo um título convencional (por exemplo, uma debênture de renda fixa) e um derivativo embutido (por exemplo, uma “opção de compra” de ações, por meio da conversibilidade).

to no das simples e fazem jus à respectiva remuneração – juros fixos ou variáveis, participação no lucro e/ou prêmio de reembolso ou resgate –, além do pagamento de principal, correspondente ao valor nominal da debênture, no vencimento do título ou mediante amortizações ou resgate; nas condições e prazos previstos na escritura.

A escritura de emissão foi uma inovação trazida pela LSA e é o instrumento por meio do qual a devedora formaliza sua declaração unilateral de vontade, deliberada em assembleia geral ou em reunião de conselho de administração, conforme o caso, e em que são regulados os termos e as condições dos direitos conferidos pelas debêntures.<sup>19</sup> Por ser um negócio unilateral, a escritura é assinada apenas pela emissora,<sup>20</sup> que fica vinculada às obrigações assumidas e não pode modificá-las à revelia dos debenturistas, sendo que o aditamento para alterar direitos conferidos na escritura pressupõe prévia aprovação pelos debenturistas.

O vencimento da debênture ocorrerá então na data fixada pela emissora na escritura,<sup>21</sup> que também pode variar conforme as condições de emissão, podendo a companhia estipular amortizações parciais de cada série, bem como reservar-se o direito de resgate antecipado, parcial ou total, dos títulos de mesma série, observado o disposto no

---

19 Após a extinção das formas de valores mobiliários ao portador e endossáveis, os certificados de debêntures perderam relevância. A ausência de cártula, contudo, não as descaracteriza como títulos (nominativos e escriturais). Ademais, o fato de a escritura de emissão regular os direitos incorporados às debêntures também não compromete a literalidade, especialmente tendo em vista que a dependência com relação ao disposto na escritura decorre de lei.

20 Se houver, também é assinada pelo terceiro garantidor; e, ainda, caso haja, pelo agente fiduciário (o que, nas emissões privadas, não é obrigatório), para aceitar a função.

21 Apenas as chamadas debêntures “perpétuas” ou “permanentes” não têm data de vencimento preestabelecida (art. 55, § 4º, da LSA), vencendo em caso de inadimplemento de obrigações e/ou dissolução da emissora, conforme previsto na escritura de emissão.

art. 55 da LSA. O chamado resgate antecipado “facultativo” ou “voluntário” é justamente aquele que, ao contrário do resgate ordinário ou programado, está previsto na escritura de emissão, mas sem data certa, pois ocorrerá, se for o caso, à conveniência da emissora (ou seja, é incerto e imprevisível).

A referência expressa à reserva do direito ao resgate antecipado facultativo também surgiu com a LSA. Anteriormente, as condições essenciais da emissão deviam constar da ata da assembleia geral de acionistas em que fosse aprovada e certas informações (incluindo a época e as condições de amortização ou “resgate”, genericamente referido) deviam constar de manifesto publicado pela emissora e ser estampadas no título.<sup>22</sup>

Quanto às garantias ou ordem de preferência do crédito dos debenturistas em relação aos demais credores da emissora, as debêntures podem ser de quatro espécies: subordinadas; quirografárias; com garantia flutuante; ou com garantia real (incluindo, nesse último caso, as garantidas por hipoteca e/ou penhor), nos termos do art. 58 da LSA. Observe-se que a outorga de garantias também não altera a natureza das debêntures, como registra José Edwaldo Tavares Borba:

Assim, a outorga, a uma emissão de debêntures, de uma garantia hipotecária, não altera a natureza do título, apenas lhe atribui um lastro real, destinado a reforçar a sua segurança jurídica (BORBA, 2005, p. 23).

A todas as espécies de debêntures são aplicáveis as disposições sobre amortização e resgate antecipado previstas no referido art. 55 da LSA, com redação alterada pela Lei 12.431/11, *in verbis*:

---

22 Art. 2º do Decreto do Poder Legislativo 177-A de 1893.



Art. 55. A época do vencimento da debênture deverá constar da escritura de emissão e do certificado, podendo a companhia estipular amortizações parciais de cada série, criar fundos de amortização e reservar-se o direito de resgate antecipado, parcial ou total, dos títulos da mesma série.

§ 1º. A amortização de debêntures da mesma série deve ser feita mediante rateio.

§ 2º. O resgate parcial de debêntures da mesma série deve ser feito:

I – mediante sorteio; ou

II – se as debêntures estiverem cotadas por preço inferior ao valor nominal, por compra no mercado organizado de valores mobiliários, observadas as regras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários. [...]

O resgate (isto é, retirada dos títulos de circulação) e a amortização (isto é, pagamento antecipado) assemelham-se pela finalidade que permitem alcançar: a extinção antecipada das obrigações de pagamento da emissora, mas são institutos distintos. Sobre amortização e resgate facultativos, tome-se, novamente, a lição de José Edwaldo Tavares Borba:

Refere-se a lei (art. 55) a “estipular amortizações” e a “reservar-se o direito de resgate antecipado”, como se a primeira, quando adotada, fosse uma obrigação da sociedade, enquanto a segunda se situaria no plano de mera faculdade.

Na prática, fala-se em amortização e resgate programados como obrigação da emissora, e em amortização e res-

gate facultativos como decisão espontânea da sociedade segundo o seu interesse.

A prerrogativa de amortizar ou resgatar antecipadamente, por decisão unilateral da emissora, depende de previsão na escritura de emissão, constituindo essa faculdade uma cautela extremamente relevante, posto que permite o resgate prematuro de uma emissão ou série cuja taxa de juros venha a se mostrar, face às oscilações de mercado, extremamente elevada (BORBA, 2005, p. 62-63).

E, quanto a restrições usuais ao direito de resgate antecipado, Francisco José Pinheiro Guimarães explicita:

A escritura de emissão pode criar restrições ao exercício do direito de resgate. Assim é comum prever que o resgate antecipado: (a) somente poderá ocorrer após determinado prazo da data de emissão; (b) deverá ter por objeto um percentual mínimo da emissão; ou (c) não poderá reduzir as debêntures em circulação a menos de determinada quantidade. É usual também que em caso de resgate a companhia se obrigue a pagar um prêmio ao debenturista, além do valor nominal da debênture. (...)

Prêmio de reembolso é a importância excedente do valor nominal da debênture que a companhia se obriga na escritura de emissão a pagar quando do resgate. (...) Sua função é incentivar investidores a aplicarem em debêntures que podem ser resgatadas antes do vencimento; visa a compensar o debenturista pela redução involuntária do prazo e, geralmente, é fixado em valor decrescente conforme o prazo a decorrer até a data original de vencimento das debêntures (GUIMARÃES, 2009, p. 593).

Com relação ao prêmio de resgate, José Edwaldo Tavares Borba acrescenta que se situa, claramente, “no plano da mera compensação pelo resgate antecipado do papel, nem sempre desejado pelo debenturista” (BORBA, 2009, p. 38-39).

Por fim, observe-se que as debêntures podem ou não ser distribuídas publicamente e/ou admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários. As ofertas públicas de debêntures realizadas conforme o previsto na Instrução CVM (ICVM) 400, de 29.12.2003, estão sujeitas a registro na CVM, e as informações relativas à emissão devem constar de prospecto de distribuição. As debêntures também podem ser objeto de oferta pública na modalidade conhecida como “distribuição com esforços restritos”, nos termos da ICVM 476, de 16.1.2009,<sup>23</sup> caso em que há dispensa de registro na CVM, mas devem ser destinadas exclusivamente a “investidores profissionais”, bem como incidem restrições para negociações no mercado secundário. As emissões privadas, por exclusão, são todas aquelas que não se caracterizam como públicas nos termos da legislação e regulamentação.

O fato de que debêntures podem ser objeto de colocação privada não altera sua natureza jurídica. Ainda que possam ter instrumentalizado um mútuo, constituem também declaração unilateral de vontade da emissora, título de crédito e valor mobiliário, ponto que voltará a ser abordado mais adiante.

---

<sup>23</sup> Inicialmente, a ICVM 476/09 contemplou apenas debêntures não conversíveis, mas, alterada pela ICVM 551, de 25.9.2014, passou a incluir também debêntures conversíveis e permutáveis.

## As debêntures de infraestrutura

As “debêntures de infraestrutura” (também chamadas de “debêntures incentivadas”) nada mais são do que debêntures que, além das disposições gerais aplicáveis a quaisquer debêntures, estão sujeitas a legislação e regulamentação específicas, que asseguram, cumpridos os requisitos previstos, tratamento tributário mais benéfico aos debenturistas.

Sua principal característica é a destinação específica dos recursos captados<sup>24</sup> “com vistas a implementar projetos de investimento na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários<sup>25</sup> na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal” (art. 2º da Lei 12.431, de 24.6.2011).<sup>26</sup>

Nos termos do referido art. 2º, atendidos os requisitos estabelecidos, os rendimentos produzidos por tais debêntures<sup>27</sup> estarão sujeitos ao Imposto de Renda devido exclusivamente na fonte (IRF) com alíquota reduzida para: (i) zero, se auferidos por pessoa física; ou (ii) 15%, se auferidos por pessoa jurídica (PJ) tributada com base

---

24 Em regra, as debêntures são instrumentos de captação de recursos para diferentes fins, podendo ser utilizadas para financiar investimentos, alongar o perfil de dívida ou até mesmo para capital de giro. No caso dessas, os recursos captados devem ter a destinação específica prevista na norma.

25 O Decreto 7.603, de 9.11.2011, regulamentou condições para aprovação dos projetos de investimento considerados “prioritários”, hoje disciplinadas pelo Decreto 8.874, de 11.10.2016.

26 Com redação dada pelas leis 12.715, de 2012, 12.844, de 2013, e 13.043, de 2014.

27 Para tais fins, abrangem também os ganhos de capital auferidos na alienação das debêntures.

no lucro real, presumido ou arbitrado, bem como por PJ isenta ou optante pelo regime conhecido como Simples Nacional.

O art. 1º da Lei 12.431/2011 prevê a redução da alíquota do IRF a zero também para beneficiários residentes ou domiciliados no exterior (exceto em país que não tribute a renda ou a tribute em alíquota máxima inferior a 20%) com relação aos rendimentos produzidos por quaisquer títulos e valores mobiliários adquiridos a partir de 1.1.2011 (inclusive por “debêntures de infraestrutura”), objeto de distribuição pública, de emissão de pessoas jurídicas de direito privado não classificadas como instituições financeiras,<sup>28</sup> estabelecendo, entre outras, as seguintes condições para que a redução de alíquota seja aplicável:

I – prazo médio ponderado superior a 4 (quatro) anos;<sup>29</sup>

II – vedação à recompra do título ou valor mobiliário pelo emissor ou parte a ele relacionada nos 2 (dois) primeiros anos após a sua emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo na forma regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional; [...]

A referida regulamentação foi editada por meio da Resolução CMN 4.476, de 11.4.2016, que permitiu a liquidação antecipada das debêntures de infraestrutura, desde que observado o seguinte:

Art. 1º Para fins do disposto no inciso II do § 1º do art. 1º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, a liquidação an-

<sup>28</sup> E, ainda, que a aplicação financeira de tais investidores no país se dê de acordo com as normas e condições estabelecidas pelo CMN.

<sup>29</sup> A Resolução CMN 3.947, de 27.1.2011, prevê fórmula de cômputo do prazo médio ponderado.

tecipada das debêntures previstas no caput e no § 1º-A do art. 2º da referida Lei poderá ocorrer, a exclusivo critério da emissora, desde que atendidos, cumulativamente, os seguintes requisitos:

I – após transcorridos, no mínimo, quatro anos contados da data de emissão das debêntures; e

II – haja previsão expressa no Instrumento de Escritura de Emissão e, se houver, no Certificado sobre a possibilidade de liquidação antecipada das debêntures e sobre os critérios para determinação dos valores a serem pagos aos debenturistas em razão da referida liquidação.

Parágrafo único. A liquidação antecipada deverá ser realizada por meio de resgate antecipado total das debêntures da mesma série, não sendo admitido o resgate antecipado parcial.<sup>30</sup>

Os normativos ora transcritos são claros quanto às condições previstas para assegurar o referido tratamento tributário, a incluir, entre outras: (i) o transcurso de um prazo mínimo de quatro anos a partir da data de emissão; (ii) a necessidade de previsão expressa na escritura não só da possibilidade de liquidação antecipada, como dos critérios para determinação dos valores a serem pagos aos debenturistas em sua decorrência; e (iii) vedação ao resgate antecipado parcial de debêntures de mesma série.

---

30 Tal resolução restringiu-se expressamente a debêntures emitidas entre 12.4.2016 e 31.12.2017, podendo eventualmente vir a ser prolongada. Ver Graner (2017). O termo final do prazo previsto no § 1º do art. 2º da Lei 12.431/11 foi prorrogado para 31.12.2030, pela Lei 13.043, de 2014.

Tais requisitos estão em linha com o contexto, explicitado na Exposição de Motivos da MP 517, de 30.12.2010, convertida na Lei 12.431/11, da criação dos referidos incentivos, qual seja, a necessidade de estimular o desenvolvimento do mercado secundário de debêntures e assim alavancar o mercado de financiamento privado de longo prazo (WAJNBERG, 2014).

Constata-se, assim, que, com relação ao resgate antecipado, aplicam-se às debêntures de infraestrutura, além do disposto no art. 55 da LSA, restrições adicionais decorrentes da Lei 12.431/11 e da Resolução CMN 4.476/16, para que seja assegurado o tratamento tributário favorecido.

## Inaplicabilidade do art. 7º da Lei de Usura às Debêntures

Nem a LSA nem a legislação que anteriormente regia as debêntures<sup>31</sup> fazem qualquer menção expressa à Lei de Usura ou à faculdade de liquidação antecipada de dívidas hipotecárias ou pignoratícias.

Na década de 1980, a Superintendência Jurídica da CVM acolheu parecer que sustentou que a limitação de juros prevista no art. 1º da Lei de Usura se aplicava às debêntures, tendo entendido que a estipulação de prêmio anual para promover “ajustamento da rentabilidade das debêntures às condições de juros efetivos de mercado”

---

31 Decreto 177-A/1893, alterado pelos decretos 2.519/1897 e 22.431/1933, substituído pelo Decreto-Lei 781/1938, e leis 4.728/65 (que criou as debêntures nominativas e endossáveis e as conversíveis) e 6.385/76 (a dispor sobre a CVM e mercado de capitais). Note-se que o Decreto-Lei 2.627, de 26.9.1940 (antiga LSA) tratou da competência da assembleia para autorizar a emissão de “obrigações ao portador”, mas não regulou as debêntures.

podia caracterizar uma manobra para disfarçar juros que ultrapassavam o limite legal.<sup>32</sup> Entretanto, o próprio Superintendente Jurídico à época ressaltou, em seu despacho de aprovação, que o entendimento oposto terminou por prevalecer.<sup>33</sup> De certa forma, isso se viu refletido na regulamentação conjunta, editada pelo Banco Central do Brasil (BCB) e pela CVM, sobre as condições de remuneração das debêntures de distribuição pública.<sup>34</sup>

De toda forma, as discussões quanto ao art. 1º da Lei de Usura não têm o condão de afastar, por si só, a aplicação de toda a Lei de Usura ou, mais especificamente, de seu art. 7º. Assim, cabe examinar o alcance do disposto no referido artigo e de que forma se relaciona com o regime jurídico das debêntures.

O art. 7º da Lei de Usura contém disposição genérica, relativa a “dívidas hipotecárias e pignoratícias”, a qual prevê, basicamente, que: (i) o devedor terá sempre o direito de liquidar ou amortizar a dívida antecipadamente (isto é, antes do vencimento); e (ii) o credor não poderá impor ao devedor multa, gravame ou encargo de qualquer natureza em razão de tal antecipação.

O art. 55 da LSA, posterior à Lei de Usura e específico quanto a debêntures de qualquer espécie: (i) prevê que a companhia “pode”

---

32 Parecer/CVM/SJU/Nº 078, de 19.11.1980, cujo despacho de aprovação destacou: “[...] o limite estabelecido na lei de usura para os juros aplica-se às debêntures, que nada mais são do que um autêntico mútuo tomado pela sociedade anônima mediante a emissão de um valor mobiliário”, seguindo entendimento esposado também no Parecer/CVM/SJU Nº 047, de 18.8.1980.

33 Provavelmente em decisão do colegiado. Não foram identificadas manifestações posteriores da CVM sobre a matéria, tampouco qualquer manifestação específica quanto ao art. 7º da Lei de Usura.

34 Decisão-Conjunta 7, de 23.9.1999, revogada pela Decisão-Conjunta 13, de 14.2.2003.



estipular amortizações parciais e reservar-se, na escritura de emissão, o direito de resgate antecipado, parcial ou total; e (ii) não veda a estipulação de prêmio a ser pago aos debenturistas em resgate antecipado facultativo, o que constitui inclusive praxe de mercado.

Nos termos do art. 55 da LSA, a emissora “pode” reservar-se o direito de resgate antecipado (pois não há obrigação de prevê-lo), mas, se não o fizer, não terá o direito de fazê-lo à revelia dos debenturistas, uma vez que, ao não estipular tal direito, não exerceu a faculdade de “reserva” que a LSA lhe possibilitou.<sup>35</sup>

O cerne da questão sob análise – aplicabilidade (ou não) do disposto no art. 7º da Lei de Usura às debêntures – está em definir se há compatibilidade para coexistência de tais disposições ou, em caso negativo, qual deve prevalecer sobre a outra.

Como visto, a jurisprudência que se formou sobre outros aspectos polêmicos do Decreto 22.626/1933 não autoriza a interpretação de que todo o disposto na Lei de Usura, de antemão, não se aplica a debêntures, ainda que se tratasse de debêntures subscritas exclusivamente por instituições integrantes do SFN. Entretanto, diante da generalidade do disposto no art. 7º da Lei de Usura, há que se verificar a existência de legislação especial que porventura a tenha derogado, como ocorreu com relação à vedação da capitalização de juros em periodicidade inferior à anual, autorizada em legislação específica a reger determinados títulos de crédito rurais, industriais e comerciais.

---

<sup>35</sup> A legislação sobre debêntures anterior à Lei de Usura já previa que a época e as condições de “amortização e resgate” (genericamente referidos) deviam constar de manifesto e estar estampadas nos títulos, mas não havia previsão específica quanto ao direito de resgate antecipado facultativo, desde que previsto expressamente nos títulos.

À luz do que prevê a Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro,<sup>36</sup> em regra, a disposição especial não revoga a geral, nem a geral revoga a especial, senão quando a ela ou a seu conteúdo se referir, alterando-a explícita ou implicitamente. Esse princípio é aplicável de um modo geral à interpretação de todas as nossas leis. Na presente análise, tem-se:

- de um lado, o art. 7º da Lei de Usura – regra geral que submete os credores de dívida hipotecária ou pignoratícia a uma hipótese legal (que independe de previsão contratual) de recebimento antecipado obrigatório, inclusive com vedação à cobrança de qualquer multa ou encargo, em caso de liquidação ou amortização antecipada da dívida pelo devedor; e
- de outro, o art. 55 da LSA – regra posterior e especial, que impõe a inclusão expressa, na escritura de emissão, da faculdade da emissora de realizar resgates antecipados voluntários, o que se aplica a debêntures de qualquer espécie, inclusive às garantidas por hipoteca ou penhor.

Constata-se, assim, antagonismo entre tais normas, ao que cabe relembrar a clássica lição de Carlos Maximiliano em matéria de hermenêutica:

Se existe antinomia entre a regra geral e a peculiar, específica, esta, no caso particular, tem a supremacia. Pre-

---

36 Como dispõe o Decreto-Lei 4.657, de 4.9.1942 (anteriormente conhecido como Lei de Introdução ao Código Civil, cuja ementa foi alterada pela Lei 12.376, de 30.12.2010, para Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro): “art. 2º Não se destinando à vigência temporária, a lei terá vigor até que outra a modifique ou revogue. § 1º A lei posterior revoga a anterior quando expressamente o declare, quando seja com ela incompatível ou quando regule inteiramente a matéria de que tratava a lei anterior. § 2º A lei nova, que estabeleça disposições gerais ou especiais a par das já existentes, não revoga nem modifica a lei anterior. [...]”.

ferem-se as disposições que se relacionam mais direta e especialmente com o assunto de que se trata: *In toto jure generi per speciem directum est* – “em toda disposição de Direito, o gênero é derogado pela espécie, e considera-se de importância preponderante o que respeita diretamente à espécie” (MAXIMILIANO, 1984, p. 135).

A disposição especial afetará a geral apenas no campo da sua aplicabilidade, pois introduz uma exceção ao alcance da norma ampla, portanto, a derroga no que lhe é contrária. Mais uma vez esclarece Maximiliano:

Na verdade, a norma especial posterior só inutiliza *em parte a geral anterior*, e isto mesmo quando se refere ao seu assunto, implícita ou explicitamente, para alterá-la. Derroga a outra naquele caso particular e naquela matéria especial sobre a qual ela própria dispõe (*op. cit.*, p. 360-361).

A disposição especial contida no art. 55 da LSA prevalece assim sobre a geral (art. 7º da Lei de Usura), tendo essa sido derogada no que concerne a amortizações extraordinárias e resgate antecipado facultativos de debêntures garantidas por hipoteca e/ou penhor. Às demais espécies – quirografárias, subordinadas ou com garantia flutuante – não se poderia mesmo nem cogitar a aplicabilidade do art. 7º, uma vez que seus próprios termos se restringiram a dívidas hipotecárias e pignoratícias; constatação que reforça ainda mais o contrassenso de interpretação diversa, uma vez que todas as espécies de debêntures estão igualmente sujeitas ao disposto no art. 55 da LSA.

Essa conclusão é válida tanto para as debêntures simples quanto para as conversíveis em ações (pois o art. 55 da LSA aplica-se a ambas), sendo que, neste último caso, entendimento diverso levaria ao

despropósito de se admitir que, por aplicação de uma disposição geral sobre dívidas hipotecárias e pignoratícias, debêntures que representam mais do que tais dívidas pudessem ser resgatadas a qualquer tempo (ou seja, mesmo antes da data de exercício do direito à conversão), à revelia dos debenturistas, frustrando-lhes por completo o direito adicional que lhes havia sido assegurado na escritura de emissão. Como ensina José Edwaldo Tavares Borba:

Deve-se, porém, nessa matéria, partir sempre da premissa básica de que o direito de subscrição, assegurado pela debênture conversível, não pode ser sacrificado pelo resgate antecipado (BORBA, 2005, p. 235).

Com relação a debêntures de infraestrutura que contem com garantia hipotecária ou pignoratícia, a correção do entendimento quanto à prevalência da norma especial (não só da LSA, mas, no caso, também da Lei 12.431/11) parece muito evidente. Interpretação em sentido contrário levaria ao contrassenso de que, ao amparo do art. 7º da Lei de Usura, a devedora poderia, a qualquer tempo e sem que o resgate antecipado estivesse previsto na escritura de emissão, resgatar tais debêntures, surpreendendo os debenturistas com a alteração do efetivo prazo médio mínimo de amortização e do tratamento tributário favorecido que os incentivou a subscrevê-las ou adquiri-las. De resto, não faria sentido entender que a limitação ao resgate antecipado facultativo prevista pela Lei 12.431/11 (posterior e ainda mais especial) não prevaleça sobre a regra geral estabelecida no art. 7º da Lei de Usura.

Tampouco seria razoável supor que tal risco (se existisse) tivesse passado despercebido na oportunidade em que foi alterada a redação do art. 55 da LSA, bem como estabelecidas normas tributárias específicas com o exato propósito de estimular o investimento

de longo prazo e o mercado secundário de debêntures. Não foi inclusive identificada qualquer menção ao disposto no art. 7º da Lei de Usura como fator de risco em prospectos<sup>37</sup> relativos a diversas ofertas públicas de debêntures que contaram com garantias hipotecárias e/ou pignoratícias (inclusive de infraestrutura) ao longo dos últimos anos.

É compreensível que, com referência à colocação privada de debêntures simples, que tenham instrumentalizado operação que, de outra forma, poderia ter sido celebrada por meio de um contrato de financiamento ou de mútuo, possa haver maior dúvida quanto ao afastamento do disposto no art. 7º da Lei de Usura. Isso porque se identifica, nessa hipótese, situação que, em substância, poderia ser tida como “equivalente” à de um contrato em que, havendo garantia hipotecária e/ou pignoratícia, haveria tal obrigatoriedade de recebimento antecipado pelos credores.

Essa constatação, entretanto, não parece suficiente para afastar, no caso, o regramento específico aplicável às debêntures. Do contrário, sob o mesmo argumento, poder-se-ia aventar o afastamento de diversas outras disposições da LSA, colocando por terra a segurança jurídica ínsita ao formalismo que, em nosso regime jurídico, é próprio e peculiar aos títulos de crédito, ainda que imperfeitos. Nesse passo, não se podem desconsiderar exigências contidas nas normas aplicáveis às debêntures (sejam simples ou conversíveis), como títulos de crédito e valores mobiliários que também são, independentemente de estarem ou não efetivamente circulando no mercado.

---

<sup>37</sup> Disponível em: <[http://www.debentures.com.br/exploreosnd/consultaadocumentacao/prospectos/prospectos\\_f.asp](http://www.debentures.com.br/exploreosnd/consultaadocumentacao/prospectos/prospectos_f.asp)>.

Mesmo quando o negócio jurídico subjacente possa se traduzir em um mútuo, as debêntures consubstanciam declaração unilateral de vontade, formalizada em título de crédito, que também constitui um valor mobiliário, passível de negociação (seja em operações privadas ou no mercado de capitais, conforme o caso). Independentemente do negócio jurídico subjacente, estão sujeitas ao disposto no art. 55 da LSA, o qual não se pode afastar, sob o argumento de que possam ser, em certas circunstâncias, “equivalentes” a um contrato de mútuo.

Não se está a tratar de manobra, artifício ou simulação, mas de operação regulada por legislação específica e que até mesmo prevê que a amortização extraordinária ou resgate antecipado facultativo sem remuneração adicional poderia estar previsto na escritura, bastando, para tanto, que a emissora assim tivesse expressado sua vontade. Caberia, então, aos credores decidir se teriam ou não interesse na operação em tais termos.

O art. 55 da LSA impõe apenas que o direito da emissora esteja previsto na escritura de emissão<sup>38</sup> e, se assim feito, a praxe admite (mas não obriga) que a companhia preveja um prêmio de reembolso ou resgate, que nada mais é que uma forma de compensação pela frustração dos debenturistas quanto ao prazo de vencimento<sup>39</sup> (e a remuneração e os direitos que teria ao longo de tal prazo). Do contrário, pode não haver interesse dos potenciais credores na subscrição das debêntures.

---

38 Exigência em linha também com o consagrado pelo direito civil, que reconhece que o credor não é obrigado a aceitar a antecipação de seu crédito quando o prazo de vencimento atua tanto em benefício do devedor quanto do credor, como é o caso (art. 133 do NCC).

39 Nas palavras de Borba (2005, p. 61): “O prazo de vencimento atua tanto em benefício do devedor como do credor. Assim, sem previsão expressa na escritura de emissão, não estará o debenturista obrigado a aceitar a amortização ou o resgate antecipado de sua debênture”.

No caso das debêntures, se tal direito do devedor (isto é, emissora) não estiver expressamente previsto na escritura, os credores (isto é, debenturistas) poderão obstar o resgate antecipado pretendido pela emissora. Por outro lado, se decidirem não se opor, nada mais natural do que cobrarem uma compensação pela renúncia ao direito de não sofrer tal resgate – o que dá ensejo à cobrança da *waiver fee*.<sup>40</sup>

Apenas no caso das debêntures de infraestrutura, a legislação exigiu, como um dos requisitos necessários para garantir o tratamento tributário favorecido, que constem da escritura os critérios para determinação dos valores a serem pagos aos debenturistas em razão da liquidação antecipada.

De resto, a estipulação na escritura de pagamento de prêmio aos debenturistas quando previstos resgate antecipado facultativo total ou amortização extraordinária parcial integra a praxe de mercado, conforme padrão de escritura que reuniu as boas práticas para debêntures, divulgada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – Anbima (ANBIMA, 2015, p. 4).

Por fim, o art. 7º da Lei de Usura, se aplicável fosse, alcançaria tanto o resgate antecipado quanto as amortizações extraordinárias facultativos. Embora sejam institutos distintos, assemelham-se quanto à finalidade (extinção antecipada de obrigações de pagamento da emissora), sendo que a amortização total produz o mesmo efeito do resgate total.

Ressalte-se que a Lei de Usura teve (e ainda tem) como mote a proteção do devedor contra condutas usurárias ou abusivas dos credos-

---

<sup>40</sup> Quando a compensação é prevista na escritura de emissão, é usualmente denominada “prêmio”. Se não prevista, independentemente do nome que seja dado, refletirá a precificação atribuída à renúncia (em inglês, *waiver*) ao direito de obstar o resgate, que não pode ser feito à revelia dos debenturistas.

res, e não o propósito de servir como escudo para devedores quanto a termos que deveriam ter sido de outro modo tratados expressamente em declaração unilateral de vontade, em que a própria legislação faculta à emissora proteger-se de antemão reservando-se tal faculdade e fixando ou não um prêmio de reembolso ou resgate.

Em contexto semelhante, embora novamente envolvendo outros dispositivos da Lei de Usura (arts. 1º e 4º) que não o art. 7º, já reconheceu o STJ a pertinência de proteger o investidor em debêntures “que acreditou nas condições aprovadas pela emitente por seu órgão diretivo, que detém competência privativa para tanto”,<sup>41</sup> para afastar a alegação de abusividade com relação a termos fixados pela própria emissora, “porque não se pode imputar tal em favor daquele que as estipulou”.<sup>42</sup> Assim, rezam as ementas dos acórdãos (de igual teor):

Debêntures. Emissão: condições. Cláusulas abusivas.

1. A emissão de debêntures é de competência privativa da assembleia geral da emitente, que estabelece as condições gerais no lançamento, não podendo depois, no momento do resgate, arguir a existência de cláusulas abusivas alcançando a remuneração estipulada em prejuízo dos investidores que acreditaram na oferta mais atrativa.

2. Recurso especial não conhecido.

---

41 STJ, 3ª Turma, REsp 784.881-CE e REsp 799.813, ambos não conhecidos (por unanimidade), j. em 4.5.2006, trecho/voto do relator de ambos ministro Carlos Alberto Menezes Direito.

42 Em outro precedente envolvendo não a emissão, mas a compra e venda de debêntures, também reconheceu o STJ que “fere o princípio da boa-fé objetiva que uma cláusula seja tida como válida no momento de atrair compradores para os títulos, para, no momento do pagamento, ser tomada como abusiva” (ver voto do relator ministro Raul Araújo, 4ª T, REsp 735.231-RJ, j. 5.4.2016).



## Conclusão

Em que pese não ter identificado doutrina nem jurisprudência a tratar especificamente da questão objeto deste artigo, todo o aqui exposto conduz à conclusão de que o art. 7º da Lei de Usura não se aplica a debêntures.

Em síntese, o art. 55 da LSA derrogou, pelo critério da especialidade, o art. 7º da Lei de Usura, no que concerne a amortizações extraordinárias e resgate antecipado facultativos de debêntures garantidas por hipoteca ou penhor, sejam simples ou conversíveis em ações.

Nos termos do art. 55 da LSA, para que a companhia realize tais eventos de liquidação antecipada, independentemente da concordância dos debenturistas, é preciso que estejam previstos na escritura de emissão e que sejam obedecidas as condições ali estabelecidas. Não tendo sido previsto na respectiva escritura de emissão, tal evento de liquidação antecipada só poderá ser realizado com a concordância dos debenturistas, não se aplicando à hipótese vedação de cobrança de *waiver fee*, que constitui inclusive praxe de mercado.

O art. 55 da LSA aplica-se a todas as debêntures, inclusive as chamadas debêntures de infraestrutura, às quais, ainda que contem com garantias hipotecárias e/ou pignoratícias, também não se aplica o disposto no art. 7º da Lei de Usura. Contudo, quanto a tais debêntures, além da observância ao disposto no art. 55 da LSA, deverão ser atendidos os requisitos previstos na Lei 12.431/11 e na Resolução CMN 4.476/16, a fim de assegurar o tratamento tributário favorecido. Para tanto, entre outras condições previstas nas referidas normas, eventual resgate antecipado facultativo, a ser realizado a exclusivo critério da emissora, deverá: (i) observar o transcurso de

um prazo mínimo de quatro anos a partir da data de emissão das debêntures; (ii) estar previsto expressamente na escritura de emissão, a qual deverá estabelecer também os critérios para determinação dos valores a serem pagos aos debenturistas (não sendo então admitidas a omissão na escritura e a cobrança de *waiver fee* negociada *a posteriori*); e (iii) abranger todas as debêntures de uma mesma série (não sendo admitido o resgate antecipado parcial, ainda que esse esteja previsto no art. 55 da LSA).

## Referências

AMARAL, J. R. do. *Regime jurídico das debêntures*. São Paulo: Almedina, 2014.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Guia Anbima de orientação para escrituras de debêntures*, 29 out. 2015.

BORBA, J. E. T. *Das debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Parecer/CVM/SJU n.º 047, de 18 de agosto de 1980a.

\_\_\_\_\_. Parecer/CVM/SJU n.º 078, de 19 de novembro de 1980b.

\_\_\_\_\_. Processo Administrativo Sancionador CVMRJ 2007/13030, Relator Diretor Otávio Yazbek, decisão em 27 de dezembro de 2011.

\_\_\_\_\_. Recurso Especial 735.231-RJ, Relator Ministro Raul Araújo, Brasília, 5 de abril de 2016.

\_\_\_\_\_. Recurso Especial 1.388.972/SC, Relator Ministro Marco Buzzi, Brasília, 8 de fevereiro de 2017.

\_\_\_\_\_. Recursos Especiais 784.881-CE e REsp 799.813, Relator Ministro Carlos Alberto Menezes Direito, Brasília, 4 de maio de 2006.

\_\_\_\_\_. Recurso Extraordinário 592.377/RS, Relator originário Ministro Marco Aurélio Mello, redator do Acórdão Ministro Teori Zavascki, Tribunal Pleno, Brasília, 4 de fevereiro de 2015.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça. Súmula 93. *Diário de Justiça*, 3 de novembro de 1993. p. 23.187.

\_\_\_\_\_. Supremo Tribunal Federal. Súmula n.º 121. Súmula da Jurisprudência Predominante do Supremo Tribunal Federal – Anexo ao Regimento Interno. Edição: Imprensa Nacional, 1964, p. 73.

\_\_\_\_\_. Súmula n.º 596. *Diário de Justiça*, 5 de janeiro de 1977. p. 63.

\_\_\_\_\_. Súmula Vinculante n.º 7. *Diário Oficial da União*, 20 de junho de 2008. p. 1.

CARVALHOSA, M. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, 1º volume: artigos 1º a 74. 7 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2013.

CASTRO, M. G. de. A aplicação do limite da taxa de juros estabelecida pelo código civil de 2002 às debêntures. In: *Anais do XIX Encontro Nacional do Conpedi*. Fortaleza (CE), 9 a 12 de junho de 2010.

COELHO, F. U. *Curso de direito comercial*. v. 2. São Paulo: Saraiva, 2005.

CRUZ, D. *Lei de usura*. Rio de Janeiro: A. Coelho Branco Editor, 1933.

DOMINGUES, G. D. Capitalização dos juros por instituições financeiras: uma análise do panorama legislativo e jurisprudência. *Revista do BNDDES*, Rio de Janeiro, n. 35, p. 169-184, jun. 2011.

EIZIRIK, N. *A Lei das S/A Comentada*. v. I, 2 ed. rev. e ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FERREIRA, W. M. *Tratado das debênturas*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1944.

GRANER, F. Mercado pede mudança em debênture incentivada. *Valor Econômico*. 10.2.2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/4864524/mercado-pede-mudanca-em-debenture-incentivada>>. Acesso em: 10.2.2017.

GUIMARÃES, F. J. P. Debêntures. In: LAMY FILHO, A.; PEDREIRA, J. L. B. (coord.) *O direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

MAXIMILIANO, C. *Hermenêutica e aplicação do direito*. 9 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

PROCÓPIO FILHO, J. *Títulos cambiais: repressão à usura*. 4 ed. Juiz de Fora: Companhia Dias Cardoso, 1955.

RODRIGUES, M. U. *Empréstimos de dinheiro e a nova legislação brasileira*. São Paulo: Saraiva & Cia, 1941.

SALOMÃO NETO, E. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005.

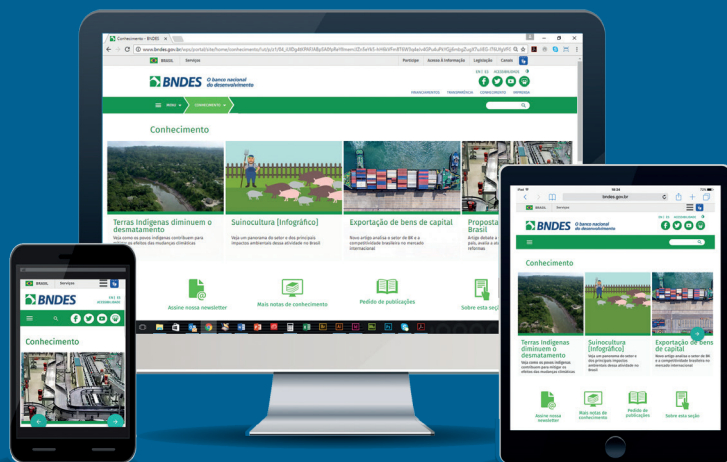
SANTOS, B. L. dos. Debêntures conversíveis: a falta de disciplina legal quanto aos direitos dos debenturistas nos casos de reorganizações societárias. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 37, p. 215-242, jun. 2012.

TAKATA, M. S. Debêntures, inconfundibilidade com mútuo: natureza e caracteres jurídicos, alguns aspectos tributários. In: MOSQUERA, R. Q. (coord.): *O direito tributário e o mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2009.

WAJNBERG, D. Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectivas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 41, p. 331-378, jun. 2014.



Esta obra foi editada pelo Departamento de Relacionamento Público  
do BNDES em fonte Cormorant Garamond e impressa pela  
Edigráfica em *offset* sobre papel pólen soft, em dezembro de 2017.



Acesse a seção de Conhecimento de nosso portal para mais conteúdos sobre economia e desenvolvimento e para acompanhar o lançamento de nossos livros, artigos e estudos técnicos.

[www.bndes.gov.br/conhecimento](http://www.bndes.gov.br/conhecimento)

ISSN 0104-5849



Editado pelo Departamento  
de Relacionamento Público  
Dezembro de 2017



MINISTÉRIO DO  
PLANEJAMENTO,  
DESENVOLVIMENTO E GESTÃO

